

## FÖRDJUPNING

# Alternativscenario: svagare tillväxt i euroområdet

**Risken för en sämre utveckling i euroområdet än i Konjunkturinstitutets huvudscenario dominerar. En mer dämpad tillväxt i euroområdet leder till lägre inflation och svagare resursutnyttjande, vilket föranleder ECB att bedriva än mer expansiv penningpolitik. Den svagare konjunkturen i euroområdet leder till en svagare exportutveckling i Sverige. Svensk BNP-tillväxt blir därför lägre än i huvudscenariot och inflationstrycket minskar. Möjligheterna att stimulera ekonomin via penningpolitiken antas vara begränsade, vilket bidrar till att konjunkturåterhämtningen i Sverige tappar fart.**

För en liten öppen ekonomi som den svenska är konjunkturutvecklingen i omvärlden central. Inte minst tillväxten i euroländerna är av särskild betydelse då över 40 procent av svensk export går dit. I Konjunkturinstitutets huvudscenario väntas återhämtningen i euroområdet fortsätta och resursutnyttjandet blir balanserat 2020.<sup>54</sup> BNP-tillväxten har gradvis blivit starkare, men konsumentpriserna faller för närvarande och skuldsättningen är fortfarande hög. Samtidigt har stora länder som Frankrike och Italien strukturella problem som bidrar till att tillväxten har svårt att lyfta. Sammantaget dominerar riskerna för en sämre utveckling jämfört med huvudscenariot.

En sämre tillväxt i euroområdet skulle leda till en svagare export, lägre investeringar och en svagare inflation i Sverige, vilket i sin tur påverkar förutsättningarna för den svenska penning- och finanspolitiken. Mot den bakgrunden analyseras i denna fördjupning hur den svenska ekonomin påverkas av en svagare BNP-tillväxt i euroområdet från och med andra kvartalet 2015 till och med sista kvartalet 2018, jämfört med Konjunkturinstitutets huvudscenario.

Det internationella scenariot har analyserats med hjälp av Global Projection Model, en prognosmodell för världsekonomin som utvecklats av IMF.<sup>55</sup> Effekterna på den svenska ekonomin har analyserats med hjälp av Konjunkturinstitutets makroekonomiska modell, KIMOD.<sup>56</sup> Penningpolitiken i alternativscena-

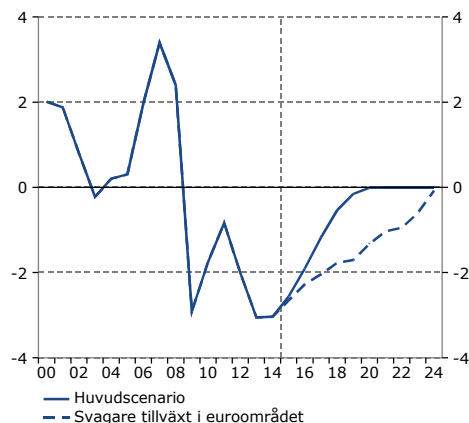
<sup>54</sup> Se kapitlen "Makroekonomiskt scenario och ekonomisk politik 2015–2019" samt "Internationell konjunktur 2015–2016".

<sup>55</sup> Se Carabenciov, I. m.fl., "GPM6 – The global projection model with 6 regions", Working Paper No. 13/87, IMF, 2013.

<sup>56</sup> Se Bergvall, A. m.fl., "KIMOD 1.0 – Documentation of NIER's dynamic macroeconomic general equilibrium model of the Swedish economy", Working Paper No. 100, Konjunkturinstitutet, 2007.

**Diagram 114 BNP-gap, euroområdet**

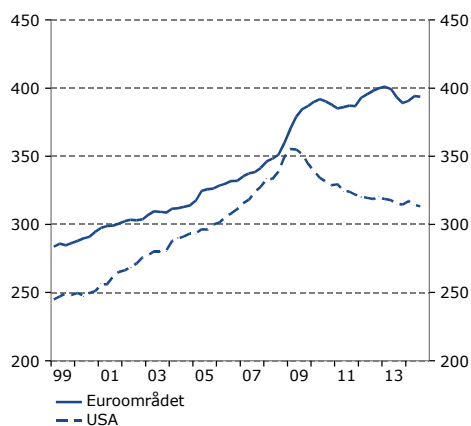
Procent av potentiell BNP



Källor: Konjunkturinstitutet.

**Diagram 115 Total skuldsättning**

Procent av BNP

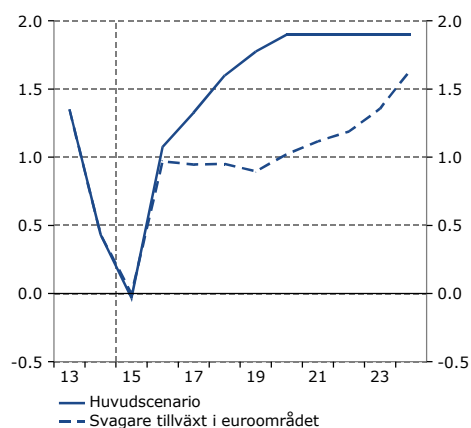


Anm. Med total skuldsättning avses privat och offentlig skuldsättning.

Källor: Macrobond och Konjunkturinstitutet.

**Diagram 116 Inflation, euroområdet**

Procentuell förändring



Källor: Konjunkturinstitutet.

riot omfattar endast förändringar i styrräntorna som maximalt antas kunna sänkas till  $-0,75$  procent i euroområdet och Sverige. Det motsvarar den nuvarande nivån på styrräntan i Schweiz.<sup>57</sup> Alternativscenario beaktar heller inte eventuella finanspolitiska åtgärder. Det kan således finnas möjligheter för centralbanker, via kvantitativa lättnader, och regeringar att stimulera konjunkturåterhämtningen ytterligare. Då blir effekterna mindre än de som redovisas här.

## Lägre tillväxt i euroområdet

I huvudscenariot beräknas resursutnyttjandet i euroområdet stiga gradvis 2016–2019 (se diagram 114). Bakom återhämtningen ligger bland annat en ökning av de fasta bruttoinvesteringarna. Investeringsnivån är för tillfället låg och det har byggts upp ett behov av såväl ersättnings- som nyinvesteringar. Tillväxten i hushållens konsumtion 2015 och 2016 antas dessutom bli den högsta sedan 2007. Investeringar och konsumtion stimuleras av penningpolitiken som successivt får ett större genomslag i huvudscenariot. Resursutnyttjandet ökar därför från en låg nivå och blir i huvudscenariot balanserat 2020 (se diagram 114).

### TILLVÄXTEN KAN BLI SVAGARE ÄN I HUVUDSCENARIOT

De senaste åren har präglats av systematiska överskattningar av tillväxten i euroområdet från flertalet prognosmakare. Trots att konjunkturutsikterna långsamt förbättrats har bland annat politisk osäkerhet och strama kreditförhållanden i euroområdets krisländer hämmat utvecklingen. Efter finanskrisen 2007–2009 har hushållen och företagen prioriterat att minska sina skulder framför att konsumera och investera. Den totala skuldsättningen (privat och offentlig) är trots det fortfarande hög i jämförelse med skuldsättningen i exempelvis USA som fallit sedan finanskrisen 2007–2009 (se diagram 115).

Det finns en risk att hushåll och företag minskar sin skuldsättning ytterligare, vilket skulle innebära lägre tillväxt i konsumtion och investeringar, samtidigt som utrymmet för aktiv finanspolitik är begränsat med nuvarande höga offentliga skuldsättning. Finanskrisen och de stora värdeförändringarna i reala och finansiella tillgångar har tillsammans med oklarheter kring eurons framtid sannolikt bidragit till att hushållen och företagen upplever en större osäkerhet än tidigare. Det ökar benägenheten att spara och minskar benägenheten att konsumera och inve-

<sup>57</sup> En alternativ tolkning är att ECB och Riksbanken vidtar penningpolitiska åtgärder som sammantaget motsvarar styrräntor på som lägst  $-0,75$  procent.

stera, vilket i så fall skulle kunna leda till en period med svagare efterfrågan trots mycket låga räntor.<sup>58</sup>

Det har dessutom framförts argument att bland annat den demografiska utvecklingen innebär att många länder står inför en längre period av svagare tillväxt (så kallad sekulär stagnation). I framför allt euroområdet är risken för lägre tillväxt påtaglig, då den låga inflationen innebär att realräntorna kanske är högre än vad som är förenligt med en uppgång i resursutnyttjandet.<sup>59</sup> I så fall behövs en mer expansiv penningpolitik, trots att ECB sänkt styrräntan till nära noll procent och nyligen lanserat ett program för kvantitativa lättnader. Om penningpolitiken misslyckas med att få upp inflationsförväntningarna, och därmed få ner realräntan, innebär det att tillväxten i euroområdet riskerar att bli lägre än i huvudscenariot i flera år.

### SVAGARE TILLVÄXT I EUROMÅRÅDET FÖRLÄNGER LÅGKONJUNKTUREN

I alternativscenariot växer BNP i euroområdet med i genomsnitt 1,2 procent 2015–2018, jämfört med drygt 1,7 procent i huvudscenariot. Den lägre tillväxten innebär att BNP-gapet i euroområdet blir mer negativt än i huvudscenariot: BNP-gapet är närmast oförändrat på 2014 års nivå under 2015 för att sedan långsamt stiga till -1,7 procent 2019 (se diagram 114). Den högre tillväxten efter 2019 medför att BNP-gapet sluts med i genomsnitt ungefär 0,3 procentenheter per år, vilket leder till att resursutnyttjandet blir balanserat först 2024, det vill säga fyra år senare än i huvudscenariot.

Lägre tillväxt i euroområdet får globala spridningseffekter. När tillväxten faller minskar efterfrågan på importerade varor och tjänster, vilket påverkar tillväxten i övriga världen negativt. Den svagare tillväxten i omvärlden dämpar i sin tur tillväxten i euroområdet ytterligare.

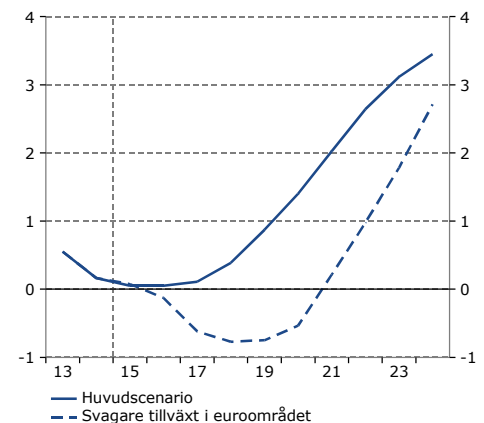
Det lägre resursutnyttjandet leder till en lägre inflation i euroområdet. Inflationen bottenar på 0,9 procent 2019 för att därefter successivt stiga. Inflationen uppgår 2024 till drygt 1,7 procent, vilket understiger ECB:s inflationsmål som ligger på strax under 2 procent (se diagram 116).

I alternativscenariot sänker ECB styrräntan till det antagna golvet -0,75 procent som en följd av det svagare resursutnyttjandet och den lägre inflationen. Det är dock viktigt att betona

<sup>58</sup> Barro, R. J., "Rare disasters and asset markets in the twentieth century", *Quarterly Journal of Economics*, 121, No. 3, 2006 studerar hur negativa ekonomiska chocker påverkar tillgångspriser och räntan på riskfria tillgångar. Se även fördjupningen "Historiskt låga realräntor det kommande decenniet" i *Konjunkturläget*, december 2014.

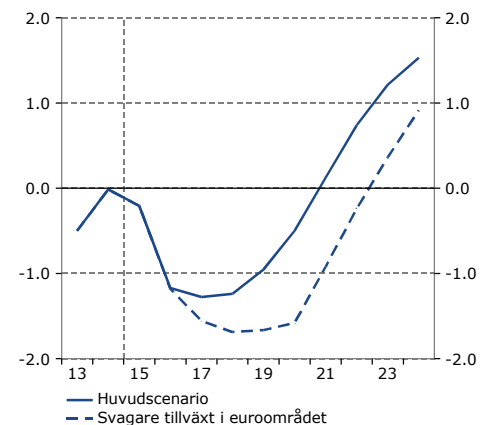
<sup>59</sup> Ett sådant scenario diskuteras i *World Economic Outlook*, april 2014, IMF.

Diagram 117 Styrränta, euroområdet  
Procent



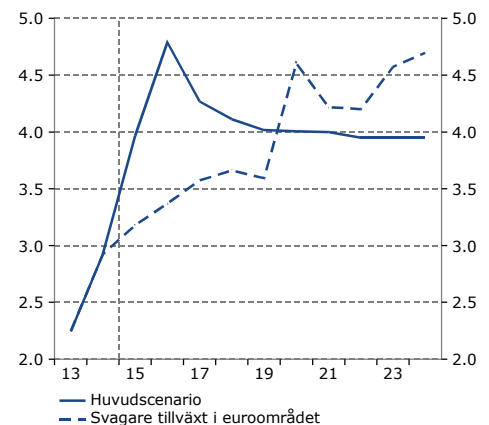
Källor: Konjunkturinstitutet.

Diagram 118 Realränta, euroområdet  
Procent



Källor: Konjunkturinstitutet.

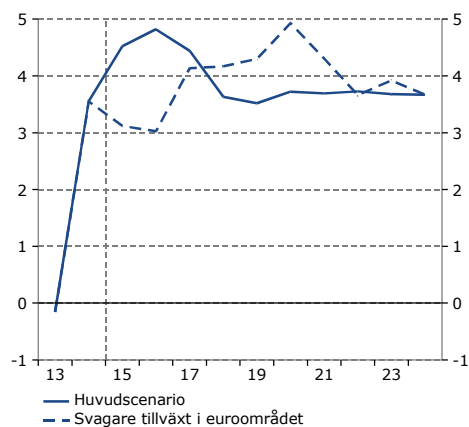
Diagram 119 Svensk exportmarknad  
Procentuell förändring



Källor: Konjunkturinstitutet

**Diagram 120 Export, Sverige**

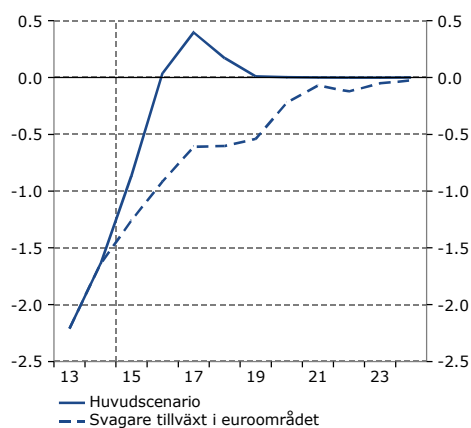
Procent



Källor: Konjunkturinstitutet.

**Diagram 121 BNP-gap, Sverige**

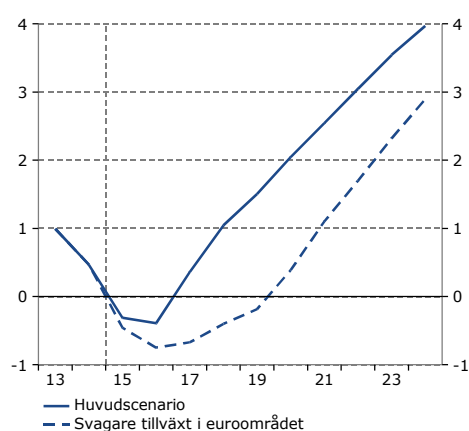
Procent av potentiell BNP



Källor: Konjunkturinstitutet.

**Diagram 122 Styrränta, Sverige**

Procent



Källor Konjunkturinstitutet.

att ECB skulle kunna välja en penningpolitisk strategi som motsvarar en lägre styrränta än  $-0,75$  procent. Det skulle innebära en något starkare ekonomisk utveckling.<sup>60</sup> Den första räntehöjningen sker 2020, det vill säga ca tre år efter den första höjningen i huvudscenariot. Styrräntan höjs sedan gradvis och når 2,7 procent 2024 (se diagram 117).

Den lägre styrräntan bidrar till en lägre realränta i alternativscenariot, trots att den förväntade inflationen blir låg i förhållande till huvudscenariot (se diagram 118). Realräntan i USA blir endast marginellt lägre i alternativscenariot, eftersom den amerikanska styrräntan sänks marginellt samtidigt som inflationen i USA knappt påverkas. Detta innebär att euron försvagas mer mot dollarn än i huvudscenariot, vilket stimulerar BNP-tillväxten i euroområdet något.

## Konsekvenser för Sverige

Den svagare konjunkturen i euroområdet leder till att euroländernas efterfrågan på importerade varor och tjänster dämpas. Dessutom leder den trögare utvecklingen i euroområdet till sämre tillväxt i resten av världen, vilket håller tillbaka omvärldens importefterfrågan. Den årliga tillväxten av den svenska exportmarknaden blir i genomsnitt 0,8 procentenheter svagare än i huvudscenariot 2015–2019 (se diagram 119). Svensk exporttillväxt beräknas bli betydligt lägre 2015–2016 jämfört med huvudscenariot, men därefter något högre till följd av svagare växelkurs (se diagram 120).

För ett exportberoende land som Sverige får det påtagliga konsekvenser för konjunkturutvecklingen. BNP-tillväxten i Sverige uppgår i genomsnitt till 2,5 procent 2015–2017, vilket är 0,3 procentenheter lägre än i huvudscenariot. I genomsnitt blir BNP-gapet 0,6 procentenheter lägre än i huvudscenariot 2015–2021 samtidigt som arbetslösheten i genomsnitt överstiger 7 procent, trots att Riksbanken sänker styrräntan till  $-0,75$  (se diagram 121 och diagram 122).<sup>61</sup> Den låga räntan motiveras av den låga inflationen, som uppgår till kring 1,5 procent under hela perioden (se diagram 123). Lägre inflationstakt förklaras framför allt av en svag löneutveckling till följd av svagare efterfrågan och av lägre importpriser.

<sup>60</sup> Se till exempel Chen, H. m.fl., "The macroeconomic effects of large-scale asset purchase programs", Staff Report No. 527, Federal Reserve Bank of New York, 2011 som studerar hur den amerikanska centralbankens tillgångsköp påverkat amerikansk BNP.

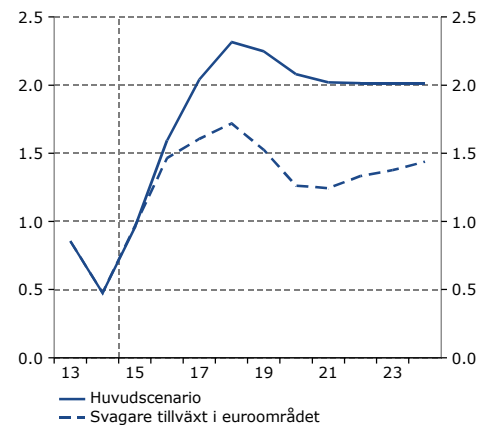
<sup>61</sup> Riksbanken kan, liksom ECB, i denna situation välja en mer expansiv inriktning på penningpolitiken än vad som antas här. Det skulle mildra de negativa effekterna.

Den låga inflationen medför låga inflationsförväntningar. Eftersom penningpolitiken inledningsvis begränsas av det antagna golvet för styrräntan leder det till en något högre realränta 2015–2016 än i huvudscenariot (se diagram 124). Det dämpar hushållens konsumtion och företagens investeringar. Från och med 2017 är realräntan lägre i alternativscenariot än i huvudscenariot, vilket stimulerar inhemsk konsumtion och investeringar. Sett över hela perioden faller realräntan i Sverige mer än i omvärlden<sup>62</sup>, till stor del på grund av att realräntan i USA inte påverkas nämnvärt. Det leder till att den effektiva kronkursen försvagas jämfört med huvudscenariot. Den svagare effektiva växelkursen bidrar till att motverka den lägre exportmarknadstillväxten 2015–2019 (se Diagram 119), vilket stimulerar exporten. 2020–2024 bidrar tillväxten i euroområdet till att öka efterfrågan på svensk export (se diagram 120).

Sammantaget innebär en försvagad efterfrågan från omvärlden, inte minst från euroområdet, att konjunkturåterhämtningen i Sverige tappar fart. Möjligheten att bedriva en expansiv penningpolitik är inledningsvis något begränsad på grund av det antagna golvet för styrräntan. Det leder till större effekter på BNP och inflation jämfört med om Riksbanken kunnat sätta en lägre styrränta än  $-0,75$  procent. Det finns risk för att den lägre inflationen bidrar till lägre inflationsförväntningar. Riksbanken kan då få problem att uppnå trovärdighet för inflationsmålet.

**Diagram 123 Inflation, Sverige**

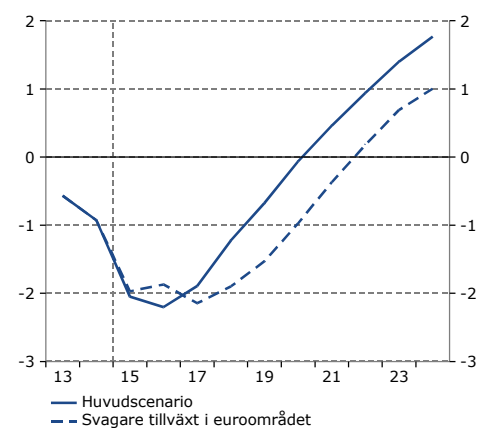
Procentuell förändring



Källor: Konjunkturinstitutet.

**Diagram 124 Realränta, Sverige**

Procent



Anm. Nominell reporänta minus KIMOD:s inflationsförväntningar.

Källor: Konjunkturinstitutet.

<sup>62</sup> Omvärlden definieras här som euroområdet och USA.